

〈書評〉

春井久志著 『中央銀行の経済分析
セントラル・バンキングの歴史・理論・政策』

(東洋経済新報社、2013 年、vi + 256 頁)

小 栗 誠 治

I

本書は、中央銀行の諸機能、すなわちセントラル・バンキングについて、多面的、包括的な視点から歴史的、理論的、政策的に分析した野心的な力作である。本書は、3 部 6 章に加え、序、結、補論から構成されている。以下では、本書の内容を序から順次紹介しよう。

まず、序「中央銀行とグローバル金融危機」においては、近年のグローバル危機の中で、中央銀行の果たす役割やその有効性について学界や実務家の両方において極めて高まっている現状が指摘されている。こうした中、従来、中央銀行あるいはセントラル・バンキングの研究に関しては、種々の側面を分析した膨大な文献があるものの、中央銀行の多面性を包括的な視点から分析した経済書はほとんど存在しなかったとして、本書の狙いと構成が、中央銀行の歴史的な分析、中央銀行の社会的意義についての理論的分析、および中央銀行政策の目的や手段などの政策的分析を包括的に考察するものであると表明されている。

第 1 章「セントラル・バンキングの歴史的な分析視角」においては、まず、中央銀行関連の文献データベースに基づいて中央銀行に関する研究の動向を分析し、中央銀行に対する学界や研究者の関心が近年急速に高まってきたことを映じ、中央銀行の研究が急拡大してきたことが示されている。それを踏まえた上、著者は中央銀行を歴史的に分析する視角を提示している。すなわち、中央銀行

の生成・発展過程の源動力になっているのは、そのダイナミックな過程における生来の緊張関係や拮抗関係にあるとして、中央銀行の生成・発展過程の歴史を金融規制に関する 3 つの「緊張関係」という視点から考察している。本書の言う「緊張関係」とは、1 つは国家（政府）と中央銀行との関係であり、2 つは中央銀行と銀行との関係であり、3 つは銀行券発行や金融政策の運営方法をめぐる対立である。1 つ目の国家と中央銀行の関係では、「政府の銀行」としての中央銀行の役割や中央銀行の独立性をめぐる変遷がイギリス、アメリカ、日本の事例を提示しながら論じられている。2 つ目の中央銀行と銀行の関係では、銀行と中央銀行の分化の過程、イギリスにおける中央銀行と銀行の間の緊張関係の進展が歴史的に論じられている。3 つ目の銀行券発行や金融政策の運営方法をめぐる対立においては、19 世紀と 20 世紀の大論争が詳細に考察されている。古くは 19 世紀初頭の「地金主義対非地金主義」による「地金論争」、19 世紀中ごろの「通貨主義」対「銀行主義」による「通貨論争」、最近では 1970 年代に特に顕著となった「マネタリスト」対「ケインジアン」論争が丁寧かつ的確に論じられている。とりわけ、「地金論争」、「通貨論争」は著者の長年の研究成果が存分に生かされた正に本領発揮の叙述であり、読み応え十分である。

著者は 19 世紀と 20 世紀における上記の論争の考察から導き出される一般的な教訓を次のように述べている。「筆者を含む経済学者が、一方で、中央銀行が過去におかした金融政策上の失敗の原因やその失策が引き起こした結末について中央銀行家に丁寧に説明することには非常に長けているが、他方で、どのようにすれば金融危機の再発を防止し、金融システムを改革するべきかの具体策を提案することにはそれほど優位性を持ち合わせていない、と言うことであろう。そのため、時に経済学者が提案する「ルール」は、実際に彼らが自覚しているよりもはるかに大幅に、市場構造や市場のインフラストラクチャーについての暗黙の諸仮定に大きく依存している傾向が強い。」(44 頁) こうした教訓を踏まえ、金融政策の運営方式をめぐる議論においては虚心坦懐を心掛け「warm heart but cool head」で思考することが大事であり、その際、経済学者は「グッドハートの法則」を念頭に置くことが必要であると指摘している。長年セントラル・バンキングの研究に打ち込んできた著者ならではの大変示唆

に富む教訓や指摘であると言えよう。

第2章「イングランド銀行はいつ中央銀行に変貌したのか」においては、中央銀行、とくにイギリスの中央銀行であるイングランド銀行の生成・発展を歴史的視点から検討し、イングランド銀行がいつ近代的な意味における中央銀行へと変貌していったのかを考察している。本章は、イングランド銀行の歴史を論述する中で、著者の鋭い問題提起とそれへの解答が示されており、中央銀行に関する学識の深さがいかんなく発揮された本書の白眉である。

イングランド銀行はいつ近代的な意味における中央銀行へと変貌していったのか、これに対する著者の解答は1920～44年の間総裁として在任したノーマン総裁の時代であったと論定している。以下、著者が検討した6つの説を紹介しよう。

第1説は、「政府の銀行」として設立された点を重視する立場であり、その創立時である1694年が指摘される。第2説は、イングランド銀行が「法貨」と規定されたことにより、その強制通用力が付与された1833年の法律の制定時期である。第3説は、イングランド銀行による発券独占を確定的に規定した1844年ピール銀行法に注目する。第4説は、中央銀行の中心的な機能が「最後の貸し手」機能であると主張する論者たちによるもので、「バジヨット原理」を提唱した『ロンバード街』が公開された1873年ごろをイングランド銀行が中央銀行になった時期とみなす。この説は有力な主張であり、今日でも学界の多数意見を構成しており、実際、著者もこの説を一時掲げていた。第5説は、イングランド銀行の本店が、その支店と異なり、「商業銀行的性格から脱していた」1870年代の末から1890年の間と主張する町田説である。著者は、以上の各説はいずれも受容できにくいとして、第6説を主張している。すなわち、イングランド銀行が非競争的かつ非利潤最大化的な公共政策を意識的に実行するようになり、また、イングランド銀行総裁が中央銀行の所管業務に熟達するのに必要な十分に長期的な期間にわたり総裁として在任することができたノーマン総裁（在任期間は1920～44年の24年間）の時代にイングランド銀行が近代的な意味における中央銀行へと変貌したと主張する。この説は、セイヤーズ、ケアンクロス、トニオーロの主張とも整合的であり、最も信頼性の高

い論定であるとしている。

第 3 章「金融」と「中央銀行」の存在意義においては、市中銀行の有する本質的な不安定性への対応機構として中央銀行の存在意義が検討されている。現代の銀行は、支払・決済システムという「公共財」を提供しつつ、資金の本源的な供給者である貸し手とその最終的な需要者である借り手をつないで資金の効率的な配分に寄与する一方、銀行は、一部準備銀行制度という資産変換に伴う満期のミスマッチなど「本質的に不安定な」ビジネスモデルに基づいて金融業務を提供している。中央銀行は、この本質的に不安定な銀行が、時として陥る経営破たんと金融危機を未然に防止し、管理し、処理を行う金融当局として、特に「最後の貸し手」機能を発揮することに、その社会的な存在意義があるとしている。

著者は、金融問題の分析における金融史研究の重要性を強調し、ヒックスの言葉を引用している。すなわち、「貨幣理論は大抵の経済理論に比べて抽象度が低い。現実との関連性は、他の経済理論では時としてかけているが、貨幣理論では避ける事ができないものである。貨幣理論はある意味では金融史の部類に属するが、同じような意味で経済理論が経済史に属するとはいえない。」(90 頁) 著者のこのスタンスは、本書全体に流れる精神である。

第 4 章「中央銀行の理論的分析」においては、中央銀行の定義とその機能および中央銀行の目的という 2 つの側面に関して、中央銀行業務（セントラル・バンキング）を理論的に分析することが試みられている。なお、本章でも、貨幣理論や金融理論に関する限り、理論と歴史、すなわち金融史との関係がきわめて密接であり、両者を分離して論じることが困難である点が強調されている。

本章では、セントラル・バンキングの理論として、3 つの考え方を紹介している。第 1 は、貨幣数量説（F・キャビー説）である。キャビーは、長期的には物価安定を金融政策の目標として最優先し、そのために貨幣供給を安定的に維持する貨幣数量説の理論的基盤に立つ「安定貨幣」を重視する立場である。第 2 は「真正手形説」批判（M・D・ボールド説）である。ボールドによれば、中央銀行は金本位制度と「真正手形説」という 2 本の柱を基礎として構築されたが、中央銀行は真正手形説に固執したため金本位制度と対立、矛盾を発生

させた。ボードによれば、金融政策に対する現在のアプローチは、物価安定が最優先されるべき政策目的であるとするマネタリストから基本的な教訓を学び、フィッシャーから名目金利と実質金利を区別するべきことを学び、ヴィクセルから自然利子率と公定歩合（政策金利）とを区別するべきことを学んだとしている。第3は自由裁量説（R・S・セイヤーズ説）である。セイヤーズは、セントラル・バンキングの本質は貨幣制度の自由裁量的なコントロールであると明確に規定しており、通貨主義やマネタリズムに基礎を置く「ルール遵守」主義とは正反対の理論である。

本章の最後に著者は中央銀行の歴史を振り返り、その置かれた厳しい状況を総括し、次のようにセントラル・バンキング研究の一段の深化の必要性を訴えている。「セントラル・バンキングやそれを担う機関としての中央銀行、および中央銀行業務に携わる政策担当者としての中央銀行家は、金融・経済の一大変化の中心を形成することになる。……中央銀行が1990年代において、世界でもっとも尊敬される組織体へと登りつめ、そしてその後、21世紀初めに発生した金融・経済危機を経験した世界で、もっとも厳しい批判的な評価の対象とされていることは、このことの典型的な事例である。……われわれは今回の危機の教訓として、セントラル・バンキングについて改めて考察を深めるべく挑戦を受けているといえる。」（130頁）

第5章「中央銀行の目的と金融政策の目標」においては、中央銀行の目的を歴史的に分析するとともに、金融政策の目標の変遷、金融政策の運営方式と経済理論、金融政策の効果波及経路について簡にして要を得た整理、分析を行っている。

中央銀行の目的に関しては、「政府の銀行」から「銀行の銀行」への発展、マクロ的貨幣管理機能とブルーデンス機能が説明されている。金融政策の目標の変遷に関しては、貨幣制度目標（金準備の維持）、為替レート目標（為替平価の維持）、貨幣集計量目標、インフレーション目標（物価安定）が説明されている。金融政策の運営方式と経済理論に関しては、古典派の貨幣数量説、ケインズ派経済学、マネタリストと合理的期待形成学派、「新しいケインジアン」が説明されている。金融政策の効果波及経路に関しては、波及経路としての金

利チャネル、信用チャネル、資産（価格）チャネル、為替レートチャネルのほか、「マネー・ビュー」と「クレジット・ビュー」、金融政策の 2 段階アプローチ、誘導型アプローチ（インフレ目標）について説明されている。

第 6 章「金融政策の手段の変遷」においては、最古の金融政策の手段、伝統的金融政策手段の変遷、非伝統的金融政策手段と金融システムの安定化、ユーロ危機と欧州中央銀行の金融政策、金融政策の限界と副作用、政策割当理論（金融政策と財政政策のポリシー・ミックス）について考察している。

最古の金融政策の手段では、硬貨の「貶質（debasement）」、「シーニョレッジ（seigniorage）」などの検討が行われている。なお、著者は貨幣（硬貨）を論ずるに当たり、とかく見落とされがちな次のような重要な指摘を行っている。「英語の ‘coin’ は、金属を鍛造して、その表面に君主の肖像などを刻印したものである。この意味をあえて尊重して、新語を作り出せば、さしずめ「打貨」もしくは「鍛貨」という造語であろうか。しかし日本では、中国の伝統的製造法を受け継いで、溶融した金属を鋳型に流し込んで製造する。したがって、「鋳貨」と呼ばれている。‘coin’ を「鋳貨」と呼ぶことは、厳密には正確さを欠くために、あえて「硬貨」と表現する。」（163 頁の注 2）

伝統的金融政策手段の変遷では、公定歩合操作（現在は補完貸付制度の基準貸付利率）、公開市場操作、支払準備率操作、選択的信用規制について説明している。非伝統的金融政策手段と金融システムの安定化に関しては、ゼロ金利政策、量的緩和政策、信用緩和政策、包括的緩和政策について検討している。ユーロ危機と欧州中央銀行の金融政策では、「ドラギ・マジック」、超緩和的な金融政策のリスクについて検討している。金融政策の限界と副作用では、イングランド銀行の金融政策、BIS（2012 年）の警告、日本銀行の「包括的な金融緩和策」（長期国債買入れのリスク）について考察している。政策割当理論（金融政策と財政政策のポリシー・ミックス）では、ティンバーゲン定理、マンデルの有効市場割当原理について説明している。

補論「金融政策とフィナンシャル・コンディショニング・インデックス—マクロ・プルーデンス政策のための量的指標—」（岩壺健太郎氏との共著論文）においては、中央銀行の金融政策のスタンスを数量的に表示する「金融情勢指数

(Financial Conditions Index: FCI)」と「貨幣情勢指数 (Monetary Conditions Index: MCI)」を4大経済地域(アメリカ、イギリス、日本、ユーロ圏)について推定している。その推定結果に基づいて、マクロ・プルーデンス政策のための量的指標としては貨幣情勢指数よりも金融情勢指数が優れており、主要国の中央銀行は金融情勢指数の意義を本格的に検討し、近い将来、金融情勢指数に基づいた金融政策運営を目指すことが望ましい、との政策提言を行っている。

結「セントラル・バンキングの将来」においては、イングランド銀行総裁の公募、世界的経済・金融危機とセントラル・バンキングの大転換、セントラル・バンキングの将来について考察している。

著者は、セントラル・バンキングの歴史を振り返りつつ、その政策行動の結果や効果を評価し、近年の成績は良く言ってもまちまちであり、リーマン・ショック以降についていえば大失敗であったとの厳しい評価を下している。すなわち、「もし成功か失敗かを判断する根本的な基準として、ある組織体が世界中で再生産され、その数が増殖しているかどうかを採用したならば、あるいは次々と発生する時代の挑戦や課題に適時適切に対応するために自らが変貌することに成功してきたかどうかを判断基準として採用したならば、中央銀行は間違いなく成功してきたといえる。また、中央銀行と中央銀行家は、一般的に、その他の政治機構や組織体よりもはるかに尊敬され、また高く賞賛されてきたと言える。しかしながら、ある組織体をその政策行動の結果や政策効果を判断基準として採用したならば、中央銀行の最近の成績評価は良く言ってもまちまちである。……国内物価の安定や金融システムの安定あるいは国際的な通貨・為替制度の安定などの面では、中央銀行の成績評価は、たとえ甘い評価基準を採用しても、成功と失敗の入り混じったものであると言えよう。しかしながら、「リーマン・ショック」以後における中央銀行の成績評価はけっして芳しいものではなく、むしろ世界的な金融・経済危機にまで拡大させたという意味では、大失敗であったとの非難を主要な中央銀行と中央銀行家は甘受せざるを得ないであろう。したがって、中央銀行と中央銀行家は過去の成功体験を根拠に悦に入っている暇はない。……新しい政策手段の運営方法を学ぶべき余地がきわめて広範囲に及ぶと認識すべきであろう。そのためには、バブルを予見す

る可能性を秘めた新しい政策手段であるマクロ・プルーデンス政策やミクロ・プルーデンス政策についての研究や先の補論で論じた「金融情勢指数 (FCI)」などの新たな信用指標の開発にも中央銀行は日々努力を惜しむべきではない。」(223～224 頁)

また中央銀行のエコノミストに対しても著者は厳しい見方を示している。すなわち、「近年の中央銀行において多く見られる新しいタイプのエコノミストたちは、金融市場が効率的であるとの観念を執拗なまでに信奉しているようにみられる。……彼らがバブル崩壊で甚大な被害をもたらした資産価格には注目しないで、主としてバブル期にも低位に安定していた消費者物価に注目していることは、市場や国民にとって容易に理解できない問題の 1 つである。」(225 頁)

さらに、中央銀行の役割については、グッドハート (Goodhart) を引用しつつ、これまでの幾多の変遷を経たのち、現在、新たな時代に入っていると指摘し、そこでは金融政策の目的として従来の目的のほか、マクロ・プルーデンス政策が加わり、両者の難しい両立が必要となること、これに伴い中央銀行のガバナンス構造も 2 つ必要となることが主張されている。すなわち、「英米の金融史を知的背景に、Goodhart (2010) は中央銀行の役割の変遷を 3 つの安定した時期に大別する。すなわち、①真正手形説が評価されたビクトリア時代 (1840 年代～1914 年)、②政府の規制が優越し、中央銀行が従属した時代 (1930 年代～1960 年代)、③市場至上主義時代 (1980～2007 年) である。そして 2007～2010 年の世界金融危機を経験した現在、世界は第 4 の新時代に入突しつつある。そこでは再び政府の規制が支配的となり、独立的な機関として中央銀行の地位は軽視される恐れが強い。しかし自らのバランスシートを調整して流動性を供給するという中央銀行の本質的な機能の重要性は決して無視されるべきではない。……新時代では、中央銀行の本質的機能とカウンター・シクリカルなマクロ・プルーデンス政策の新たな手段との両立が模索されることになる。さらに、金融政策の手段独立性を保持し、非伝統政策を実施するには、中央銀行に 2 つの異なったガバナンス構造が不可避的である。」(226～227 頁)

II

本書は、「銀行主義的なケインズ経済学」の立場からイングランド銀行を中心として中央銀行の歴史、理論、政策を包括的に考察したものであり、著者の多年のセントラル・バンキング研究の集大成と言えるものである。本書で採り上げられた各章のテーマはいずれもセントラル・バンキングの本質を論ずる際の鍵となるものばかりである。とりわけ、第1章と第2章は密度の濃い野心的な優れた考察が展開されており、著者の本領がいかに発揮されている。

アベノミクスの下で日本銀行の行動が大きな注目を集めている状況下、17世紀のイングランド銀行の創立に始まるセントラル・バンキングの歴史を改めて展望し、中央銀行理論の変遷と金融政策手段の発展の分析を通じて中央銀行の経済的役割を評価した本書は、中央銀行の本質を正しく理解する上で、研究者、エコノミスト、実務家のいずれにとっても有益な学術的啓蒙書と言うことができよう。著者は『老子』を引用し「千里の行も足下に始まる」との思いから本書執筆に臨んだと述べているが、その願いはほぼ達成されているように思われる。

本書の中で最も刺激的な章の1つである第2章「イングランド銀行はいつ中央銀行に変貌したのか」について、一言コメントしておきたい。イングランド銀行が中央銀行に変貌した基準として著者が採用するのは「近代的」な意味の中央銀行であり、それは「非競争的であつ非利潤極大化的な公共政策を意識的に実行する」中央銀行であるとし、この基準の下で諸説の中の第6説、すなわちノーマン総裁(在任は1920～44年)の時代がそれであると主張している。しかし、直ちに湧き起こる疑問は、真の中央銀行の基準として「非競争的であつ非利潤極大化的な公共政策を意識的に実行すること」が最も適切な基準と言えるかどうかという点である。第1に、著者は、真の中央銀行への変貌の基準をまず「近代的」と限定した上、それは「非競争的であつ非利潤極大化的な公共政策を意識的に実行する」中央銀行であると論じているが、結局のところ、この問題は、歴史を踏まえた中央銀行の目的や機能・業務を考察する中で、真の中央銀行とは何かという中央銀行の定義を問うことに帰着し、従って定義の設定いかんによって真の中央銀行への変貌時期も異なってくるということにな

りはしないだろうか。さらに第 2 に、本書の第 3 章「金融」と「中央銀行」の存在意義においては、本質的に不安定な市中銀行が時として陥る経営破綻と金融危機に対処する「最後の貸し手」機能の発揮こそ中央銀行の社会的な存在意義であると主張している。そうであれば「イングランド銀行はいつ中央銀行に変貌したのか」において検討した第 4 説、すなわち「最後の貸し手」機能を提起したバジョットの『ロンバード街』が公刊された 1873 年頃が、最後の貸し手機能を発動した事実と公共政策であるとの認識の間にたとえ食い違いはあるにせよ、中央銀行への変貌の時期に相応しいということになりはしないだろうか。真の中央銀行への変貌時期を論定するに当たって、こうした点についてももっと丁寧な説明や分析がなされていれば、著者の主張ははるかに説得的なものとなるであろう。

III

評者自身も、著者と同じような思いで 21 世紀に相応しい「セントラル・バンキング論」の構築を模索してきた一人である。そこで、春井教授の優れた著書を書評する機会をとらえ、セントラル・バンキングの研究に対する評者の考えを述べてみたい。

中央銀行に関する近年の研究を眺めたとき、評者の印象では、真のセントラル・バンキング論と言えるものが極めて少ないとの感を抱いてきた。純粋アカデミックな経済学の世界では研究の急速な進展により著しい成果が上がっており大変喜ばしいことであるが、ことセントラル・バンキング論になると、「何か」が欠落しており、中央銀行を論じる感覚にズレや違和感を覚えてきた。他方、実務家のジャーナリスティックなセントラル・バンキング論も嗅覚の鋭さを感じることもあるが、多くは時流的な底の浅い議論に止まっている。

セントラル・バンキングには長い歴史の中で鍛えられてきた特有のスピリットといったものが存在する。それは、自由な市場メカニズムを尊重することであり、通貨価値の安定・維持を最重要視することであり、政治に対する中立性・自律性を維持することである。しかもこれらはバラバラにあるのではなく三位一体として存在する。こうしたスピリットを内に秘めた総合的なセントラル・

バンキング論の研究、確立こそが切に望まれる。セントラル・バンキング論はサイエンスの一分野であり、そうした方向での研究が顕著に進展してきたが、同時にアートの面もかなりあると評者は考えている。ここで言うアートとは上記の中央銀行のスピリットを踏まえた「実践」に相当するものであり、「良い通貨」を目指す中央銀行の「知恵」と言ってよい。かつてイングランド銀行総裁であったコボールドは、「イングランド銀行は銀行であって、研究集団ではない」と述べたことがあるが、この評言にはセントラル・バンキングにおけるアートの性格の重要性を感じさせるものがある。セントラル・バンキング論は、サイエンスとアートを一体としてどう理解するか、両者の濃淡を研究の中にどう入れ込むかが重要なポイントである。

中央銀行の政策や業務を真に理解しようと思えば、中央銀行の本質は何かを把握しておくことが不可欠である。中央銀行とは、金融市場や通貨の流通の中心にあつて「銀行業務 (banking)」を営み、それらの業務を通じて「物価の安定」と「金融システムの安定」を追求し、実現しようと努める各国にただ1つの中枢的な銀行である。その意味で中央銀行は公共的性格を有している。ただし、EU 諸国の中央銀行である欧州中央銀行が発足してからは、1 国に1つの中央銀行という姿は変貌しつつある。

このように中央銀行は公共的性格を有する機関であるものの、政府とは本質的に異なっている。政府の場合は通常「市場の外から」市場に対して政策を実施するのに対し、中央銀行は、「市場の中にあつて」市場のメカニズムに即して機能する点にある。中央銀行の最大の特質は「市場の中の銀行」ということである。中央銀行の行動は、実務の面から見れば市場の中で「銀行業務」を行っており、目的の見地から言えば「金融政策」を実施していることになる。このように「銀行業務と金融政策の表裏一体性」というところに中央銀行が市場的事であることの本質が現れている。

中央銀行は銀行であり、市場の中で銀行業務を営んでいる in the market の存在である。この点の認識が最も重要であり、中央銀行のこうした性格を理解することなしには、中央銀行の行動を正しく理解することはできないといつてよい。中央銀行の公共性と言っても、それは「市場的な公共性」という点に特

徴を有する。純然たる政府機関のそれとは区別されねばならない。

セントラル・バンキングは、サイエンスとアート、あるいは市場性と公共性を併せ有していることから分かるように、本質的に両義性を内在させている。そうした両義性の間の平衡を保つための基準が既述の伝統と歴史によって鍛えられてきた中央銀行のスピリットすなわち理念である。

セントラル・バンキングは、突き詰めれば、通貨の本質を見詰めるところに、その核心がある。イングランド銀行のキング前総裁の次の言葉には、伝統と歴史によって鍛えられてきた中央銀行の核心が端的に表明されている。「中央銀行の通貨創造には、「良い」通貨創造と「悪い」通貨創造がある。前者は独立した中央銀行が物価の安定を達成するのに十分な通貨を創造することであり、後者は財政ファイナンスのために必要とされる通貨を政府が決定することである。」(King, Mervyn “Speech”, 2012 年 10 月 23 日)。

最後に、著者の春井教授は、あとがきにおいて、今後「中央銀行研究所」の創設に努力したいとの抱負を語っておられるが、評者は、セントラル・バンキング研究に対する著者の変わらぬ情熱に敬服するとともに、その抱負の実現を心から願ってやまない。